

金融期货早评

宏观：我国财政部发布一系列新政

【市场资讯】1) 欧洲议会冻结美欧贸易协议批准程序。2) ADP 周度就业报告：截至 2026 年 12 月 27 日的四周里，私人部门雇主平均每周增加 8000 个就业岗位。3) 格陵兰岛问题——①加拿大军方模拟美国“军事入侵”场景。②特朗普 P 图将格陵兰岛、加拿大和委内瑞拉纳入美国版图。③特朗普威胁对法国葡萄酒和香槟征收 200%关税。④美国计划削减约 200 个涉北约机构职位。⑤丹麦养老基金 Akademiker Pension 宣布将清仓美国国债。4) 财政金融协同促内需一揽子政策出炉。其中，首次设立 5000 亿元民间投资专项担保计划，引导银行新增投放 5000 亿元中小微企业民间投资贷款。首次实施中小微企业贷款贴息政策，覆盖新能源汽车、工业母机等 14 个“重点产业链及上下游产业”、生产性服务业领域，以及农林牧渔相关领域。优化实施服务业经营主体贷款贴息、个人消费贷款贴息、设备更新贷款贴息等政策，个人信用卡账单分期纳入贴息范围。5) 美国财长贝森特透露，特朗普正接近提名下一任美联储主席，已将候选人范围缩小至四人，最终决定可能在下周公布。贝森特还首次回应美国“斩杀线”现象，并“甩锅”拜登政府。

【核心研判与传导逻辑】全球层面，地缘格局正经历调整，近期的美欧博弈成为最突出的关键变量——美国对欧洲多国加征关税并提出领土诉求，直接引发欧盟强力反制，其冻结美欧贸易协议批准程序的举措，标志着双方经贸合作陷入停滞。市场对欧洲可能抛售 4 万亿美元美债的恐慌情绪迅速蔓延，不仅触发美债收益率飙升、美股下挫，更让地缘政治彻底改写了全球资产定价逻辑，金融市场正式进入“避险主导”阶段。美债的传统避险地位因美欧信任裂痕受冲击，黄金等实物资产及具备战略自主性的领域成为资本追捧对象。与此同时，美国深陷阶层固化、移民政策收紧等结构性困境，长期增长动能持续不足，美元资产吸引力不断承压，进一步推动全球资本向多元化配置转型。反观国内，2025 年经济收官呈现鲜明的结构分化特征：供给端上，高端制造与绿色转型领跑增长，展现出强劲产业竞争力；外需则凭借中美吉隆坡协议落地后外贸扰动减少、新动能产业链优势凸显的双重支撑，实现电子、机电等品类出口高增。但内需疲软始终是核心短板，投资增速低迷、消费结构分化的问题较为突出。2026 年作为“十五五”开局之年，GDP 增长目标预计设定在 4.5%-5%，扩大内需成为稳增长的核心主攻方向。年初以来，基建与地产开工已出现边际改善迹象，叠加政策靠前发力，一季度内需或有望迎来阶段性好转，为全年增长奠定坚实基础。面对内外双重压力，近期国内货币与财政政策展现出高效协同的发力特征：央行率先推出八项结构性货币政策工具，财政部紧随其后发布“三优化两新增”贴息担保政策，精准对接内需、科创、中小微企业等关键领域，有效规避了政策空窗期。资金支撑力度持续加码，赤字率保持合理水平，为基建投资、消费刺激与产业升级提供坚实保障。总体而言，2026 年宏观核心矛盾集中于全球地缘动荡与国内结构分化，但国内稳增长的底层逻辑清晰——外需与供给端的韧性为经济提供了“压舱石”，政策协同发力正精准破解内需短板，依托这一双重支撑，中国经济或有望成功对冲外部不确定性，为“十五五”开局筑牢坚实基础。

人民币汇率：避险情绪升温

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 6.9603，较上一交易日上涨 33 个基点，夜盘收报 6.9598。人民币对美元中间价报 7.0006，调升 45 个基点。

【重要资讯】1) 中国财政部：2026 年财政总体支出力度“只增不减”，政府负债率依然较低；实施中小微企业贷款贴息政策，延长个人消费贷款财政贴息政策实施期限。2) 中国 1 月 LPR 连续第八个月维持不变：5 年期以上 LPR 为 3.5%，1 年期 LPR 为 3%。3) 贝森特“安

抚”市场：欧洲抛售美债是“虚假叙事”，日债抛售波及美债、已与日本对口官员沟通，最早下周公布新美联储主席。4）日本财相呼吁市场冷静，称政府预算对债务的依赖正在下降，计划投入超 3300 亿美元用于 AI 和芯片。5）“格陵兰 2026 年成为美国领土”！特朗普“深夜”P 图：加拿大、委内瑞拉都被划入美国版图。加拿大百年来首次模拟美国军事入侵。6）欧洲议会冻结美欧贸易协议批准程序。7）美国最高法院再次未就特朗普关税作出裁决，还要等至少一个月。

【核心逻辑】海外方面，格陵兰岛摩擦呈现升级态势，美欧关系进入新的摩擦周期。日本长债遭抛售、叠加格陵兰危机，避险情绪升温，市场现“卖出美国”交易，美元指数整体走弱。接下来要关注联储理事库克的听证会，判决结果也将影响美联储的独立性。国内方面，我国出口的持续韧性与企业结汇意愿的显著提升，共同夯实了人民币兑美元的升值根基。最新公布的经济数据显示，受去年同期高基数影响，四季度经济整体呈现降温趋势，内需仍是当前经济的核心掣肘。展望未来，开年政策力度并不疲软，叠加出口端的韧性支撑，人民币趋势性升值的基础依然稳固。对于人民币兑美元的升值空间，需综合关注两大核心因素：一是美元指数的强弱表现，二是央行对于人民币汇率的调控导向。若后续美元指数走势趋弱，人民币的升值动能或将进一步增强。不过，汇率波动节奏仍将受央行调控影响，总体来看，人民币的升值进程大概率将保持相对温和的特征。

【策略建议】短期内，建议出口企业可在 7.01 附近，择机逢高分批锁定远期结汇，以规避汇率回落可能导致的收益缩水风险；进口企业则可在 6.93 关口附近采取滚动购汇的策略。

【风险提示】海外经济数据超预期、特朗普政策超预期
重要声明：以上内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

股指：外围扰动因素增多，但股指底部支撑较强

【市场回顾】

上个交易日股指集体收跌，以沪深 300 指数为例，收盘下跌 0.33%，两市成交额小幅放量维持相对高位。期指均放量下跌。

【重要讯息】

1. 中国财政部：2026 年财政总体支出力度“只增不减”，政府负债率依然较低。
2. 中国财政部：实施中小微企业贷款贴息政策，延长个人消费贷款财政贴息政策实施期限。
3. 格陵兰危机与财政压力引发全球债市抛售潮，美债日债领跌。

【行情解读】

昨日股指高开后集体回落，中小盘股指调整幅度较大，开盘后一小时股指止跌企稳，转为震荡偏强，收复部分跌幅。一方面，受地缘政治因素（日债危机、格陵兰岛）影响，亚太市场普跌，打击 A 股市场风险偏好，红利指数领涨可见市场情绪趋于谨慎，另一方面短期资金存在一定调整需求，周一融资买入额开年以来首跌，此前监管层降温操作效果显现。期指基差除 IF 合约外均表现为贴水收敛，持仓量上涨，市场多头进场意愿增强。近期政策利好信号增强，从日内股指多次触底反弹也可看出底部支撑较强，因此短期预计股指继续调整，但下方空间有限。

【南华观点】短期预计股指继续调整，但下方空间有限

国债：短期不追高

【市场回顾】周二期债震荡走高，品种全线收涨，TL 涨幅最大。公开市场逆回购 3240 亿，净回笼 346 亿。资金面转紧，DR001 升至 1.37%附近。现券收益率多全线下行，30Y 下行超 2bp，降幅最大。机构行为方面，交易型资金明显活跃，证券、基金买入，银行、保险卖出。

【重要资讯】1.发改委：结合新一轮科技革命和产业变革的需要，将研究制定出台 2026 年—2030 年扩大内需战略实施方案，以新供给创造新需求，提供强有力的创新举措和要素保障。2. 2026 年将继续实施更加积极的财政政策，概括起来就是“总量增加、结构更优、效益更好、动能更强”。

【核心观点】昨日 A 股早盘快速下探给期债带来上涨动力，午后股市维持窄幅震荡，未能翻红，期债顺势继续上行。消息方面，LPR 报价维持不变，符合预期。早间发改委在新闻发布会上表示制定出台 2026 年—2030 年扩大内需战略实施方案，以新供给创造新需求。下午财政部表示 2026 年财政赤字、债务总规模和支出总量将保持必要水平，确保总体支出力度“只增不减”、重点领域保障“只强不弱”。政策整体上为增长蓄力，但效果有待落地后观察，短期对债市影响有限。近期债市连续上行主要受股市调整带动，能否持续存在不确定性，短期建议观望。

【策略建议】中线多单继续持有，短线观望。

集运欧线：即期运价重心下移，复航不确定性反复

【行情回顾】

昨日（1 月 20 日），集运指数（欧线）期货市场震荡收跌，主力合约高开低走。主力合约 EC2604 开盘于 1130.0 点，收盘于 1112.6 点，较前一交易日下跌 1.44%。次主力合约 EC2602 收盘于 1710.0 点，微跌 0.25%。市场交投清淡。盘面呈现缩量整理态势，尾盘部分主力合约减仓下行，反映市场在关键信息前情绪谨慎。

【信息整理】

当前市场核心矛盾集中于头部船公司大幅降价与地缘复航进程反复之间的博弈：

利多因素：

1) 复航进程再现反复：达飞轮船最新宣布，鉴于复杂且不确定的国际局势，暂停试航苏伊士运河。此举可能延缓整体复航进程，为远月合约提供情绪支撑。2) 地缘局势不确定性仍存：哈马斯呼吁国际社会阻止以色列违反加沙停火协议，希望推进第二阶段进程，表明红海区域完全稳定的基础仍不牢固。

利空因素：

1) 欧美贸易摩擦风险：特朗普威胁对法国酒类加征 200%关税，欧洲议会已冻结相关贸易协议批准程序，贸易环境不确定性可能对中长期运输需求构成压制。2) 宏观经济数据疲软：欧元区三季度 GDP 同比增长 1.4%，为当年最低水平，显示终端需求基本面依然疲弱。

【交易研判】

集运欧线期货短期预计延续震荡格局，市场正在消化即期降价与复航反复这两股相反的力量。操作上，建议投资者暂时观望，等待新的矛盾主导因素出现。趋势交易者：可关注远月合约在“复航预期延后”与“现货疲软”之间的区间震荡机会，避免追涨杀跌。

【风险提示】

1) 警惕头部船公司大幅降价引发行业价格战，导致现货价格中枢进一步下移。2) 关注地缘政治局势反复对船公司航行决策的持续影响。3) 密切关注欧美贸易摩擦动向，若升级将系统性利空远月需求预期。

以上评论由分析师廖臣悦（Z0022951）、徐晨曦（Z0001908）、宋霁鹏（Z0016598）、潘响（Z0021448）、周骥（Z0017101）提供。

大宗商品早评

新能源早评

碳酸锂:尾盘涨停，下游补库进行时

【行情回顾】碳酸锂期货主力合约收于 160500 元/吨，日环比+8.99%。成交量 45.10 万手，日环比+37.05%；持仓量 41.53 万手，日环比+0.40 万手。碳酸锂 LC2605-LC2607 月差为 Contango 结构，日环比-320 元/吨。仓单数量总计 27681 手，日环比-17 手。

【产业表现】锂电产业链现货市场表现一般，刚需补库中，基差走强。锂矿市场价格走强，澳洲 6%锂精矿 CIF 报价为 1985 美元/吨，日环比+1.79%。锂盐市场报价走强，电池级碳酸锂报价 15.25 万元/吨；电池级氢氧化锂报价 14.70 万元/吨，贸易商基差报价走强。下游正极材料报价走强，磷酸铁锂报价变动+0.67%，三元材料报价变动+0.32%；六氟磷酸铁锂报价变动-2.26%，电解液报价变动+0%。

【南华观点】

现货端，春节前夕碳酸锂现货采购需求旺盛，行业将呈现“淡季不淡”的特征，现货基差存在进一步走强的可能。从期货技术面看，当前碳酸锂期货波动率处于历史高位，市场交易风险显著攀升，预计后市将逐渐转为高位宽幅震荡态势。操作方面，建议投资者静待市场风险充分释放后再择机逢低布局。同时，当前碳酸锂期货市场波动率处于历史高位区间，波动率进一步上行空间有限，建议关注卖波动率策略的布局机会。

工业硅&多晶硅:关注工业硅供给端情况

工业硅&多晶硅：关注工业硅供给端情况

【行情回顾】工业硅期货主力合约收于 8745 元/吨，日环比变动-1.13%。成交量约 33.83 万手（日环比变动-13.50%），持仓量约 22.45 万手（日环比变动-10615 手）。SI2603-SI2605 月差为 Contango 结构，日环比变动+5 元/吨。仓单数量 11571 手，日环比变动+0 手。

多晶硅期货主力合约收于 50700 元/吨，日环比变动+0.39%。成交量 1.01 万手（日环比变动-17.33%），持仓量 4.36 万手（日环比变动-939 手），PS2603-PS2605 月差为 Contango 结构，日环比变动-10 元/吨；仓单数量 4550 手，日环比变动-10 手。

【产业表现】工业硅产业链现货市场表现一般。新疆 553#工业硅报价 8700 元/吨，日环比+0%；99#硅粉报价 9800 元/吨，日环比+0%；三氯氢硅报价 3425 元/吨，日环比+0%；有机硅报价 13900 元/吨，日环比+0%；铝合金报价 23850 元/吨，日环比-0.21%。

光伏产业现货市场表现好转。N 型多晶硅复投料 55.25 元/kg，日环比+0.45%；N 型硅片价格指数 1.39 元/片，日环比+0%；Topcon-183 电池片报价 0.41 元/瓦，日环比+0%；集中式 N 型 182 组件报价 0.691 元/瓦，日环比+0.29%，分布式 N 型 182 组件报价 0.734 元/瓦，日环比+0.27%。

【南华观点】

当前 4 月为出口退税政策最后窗口期，光伏及有机硅抢出口现象预计将逐步显现。短期维度下，下游的抢出口行为将直接拉动工业硅的需求，工业硅价格将处于易涨难跌状态。中期来看，考虑到工业硅价格下方支撑相对稳固、下行空间相对有限，中长期维度仍建议把

握工业硅逢低布局多单的机会。

以上评论由分析师夏莹莹（Z0016569）及助理分析师余维函（F03144703）提供。

有色金属早评

铜：监管范围扩大，铜价继续调整

【盘面回顾】隔夜 Comex 铜收于 5.83 美元/磅，跌 1.28%；LME 铜收于 12796.5 美元/吨，跌 1.3%。沪铜主力最新报价收于 99930 元/吨，跌 1.29%；国际铜收于 88860 元/吨，跌 1.39%。主力收盘后基差为-570 元/吨，较上一交易日跌 365 元/吨，基差率为-0.56%。沪伦比 7.79，前值 7.9。

【产业信息】1、1 月 20 日，上期所铜期货注册仓单 148193 吨，较前一日减少 4462 吨；1 月 16 日，上期所铜库存 213515 吨，较前一日增加 32972 吨；1 月 20 日，LME 铜库存 156300 吨，较前一日增加 8875 吨；LME 铜注册仓单 108500 吨，较前一日增加 9625 吨，注销仓单 47800 吨。1 月 16 日，COMEX 铜库存 542914 吨，环比增加 4197 吨。

2、上海金属网 1#电解铜报价 100240-101080 元/吨，均价 100660 元/吨，较上交易日下跌 315 元/吨，对沪铜 2602 合约报贴 280-贴 30/吨。现货市场氛围偏弱，铜价区间内重心下移但整体居高，下游消费热情不高，维持刚需采购。交割后仓单陆续流出致市场流通增多叠加库存累库令升水承压。升水铜报贴 80-贴 30 元/吨，平水铜报贴 280-贴 120 元/吨，湿法铜报贴 330-贴 300 元/吨，非注册铜报贴 380-贴 350 元/吨。

3、上期所发布通知，经研究决定，自 2026 年 1 月 22 日（星期四）收盘结算时起，交易保证金比例和涨跌停板幅度调整如下：铜期货已上市合约的涨跌停板幅度调整为 8%，套保持仓交易保证金比例调整为 9%，一般持仓交易保证金比例调整为 10%。上海国际能源交易中心也发布通知，国际铜期货已上市合约的涨跌停板幅度调整为 8%，套保持仓交易保证金比例调整为 9%，一般持仓交易保证金比例调整为 10%。

【南华观点】交易所加大监管力度，新增上调铜、铝保证金比例及涨跌停板幅度。近月合约继续减仓调整，技术面看，102000-103000 区间压力比较明显。现货层面，节前需求补库意愿不高，刚性补货为主。期现压力都较大。

【南华策略】1、10W 上方暂不建议新建头寸；2、90000-95000 区间构建多单可继续持有。95000-100000 区间构建多单灵活调仓；3、需采购现货的企业，若考虑资金压力，价格合适即可分批采购；不考虑资金压力，建议考虑场外期权中适合区间震荡的套保方案。

铝产业链：氧化铝重回基本面定价

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 23950 元/吨，环比-0.08%，成交量为 45 万手，持仓 33 万手，伦铝收于 3118.5 美元/吨，环比-1.48%；氧化铝收于 2671 元/吨，环比-2.91%，成交量为 55 万手，持仓 50 万手；铸造铝合金收于 22765 元/吨，环比+0.13%，成交量为 1 万手，持仓 2 万手。

【核心观点】铝：近期影响沪铝的核心因素为资金以及情绪。宏观方面，目前海外宏观驱动力度稍弱，国内交易所调整沪铝涨跌停板幅度以及保证金比例，是的资金情绪有所放缓。基本面方面，随着供应端内蒙和新疆新增产能释放，铝价高位抑制下游采购意愿，春节前

消费偏弱走弱，铝锭持续累库。本周大户抬价收货暂缓，持货商出货意愿增强，现货贴水幅度加大，也并不紧缺。总的来说，短期受情绪放缓影响沪铝震荡回调，但中长期铝价有上行空间，关注回调入场机会。

氧化铝：氧化铝目前仍走在过剩逻辑的道路上。目前氧化铝国内产能维持高位，过剩明显，同时进口窗口打开，前期进口氧化铝于陆续到港，目前国内外现货价格无论是网价还是成交价均持续下跌，想要改善这种情况，需要检修企业达到一定量级，但随着本周氧化铝价格大幅反弹，企业进入盘面套保锁定利润，检修时间进一步推迟。近日影响氧化铝价格的核心因素为铝等相关品种带动。随着有色板块涨势放缓的影响，氧化铝盘面有重回基本面定价趋势，整体偏弱。

铸造铝合金：铝合金对沪铝有较强跟随性，且由于原材料紧俏和违规税收返还政策影响，下方支撑较强，推荐关注铝合金与铝价差，价差过大可多铝合金空沪铝。

【南华观点】铝：震荡偏强；氧化铝：震荡偏弱；铸造铝合金：震荡偏强

镍-不锈钢：短期震荡为主，关注配额发放节奏

【盘面回顾】

沪镍主力合约收于 140110 元/吨，下跌 1.68%。不锈钢主力合约收于 14275 元/吨，下跌 0.7%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 150500 元/吨，升水为 8250 元/吨。SMM 电解镍为 146350 元/吨。进口镍均价调整至 142800 元/吨。电池级硫酸镍均价为 33450 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 7345.27 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-0.3%。8-12%高镍生铁出厂价为 1028.5 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为 10.21%。纯镍上期所库存为 48180 吨，LME 镍库存为 285708 吨。SMM 不锈钢社会库存为 843700 吨。国内主要地区镍生铁库存为 29346 吨。

【市场分析】

镍不锈钢日内震荡运行，配额发放节奏仍为核心因素。PT Vale 称目前获批配额仅为生产需求的 30%，进一步做实配额缩减预期。此外基本上目前改善有限。菲律宾以及印尼主要矿区均进入雨季，产量以及装船量均会受到影响，矿端发运受限。新能源方面目前价格跟随镍价上涨，两部门宣布逐步降低并取消电池产品出口增值税退税，但是目前高价下节前备货意愿不足。镍铁跟随盘面同步反弹，前期龙头采购价上行，但是目前成本高企下下游接受意愿有所降低。不锈钢方面日内震荡，现货盘价持续上调，试图借趋势挺价，但是节前实际高位成交有限，下游接受度较低，观望情绪浓厚。

以上评论由分析师揭婷（Z0022453）、夏莹莹（Z0016569）、傅小燕（Z0002675）提供。

油脂饲料早评

油料：逻辑切换

【盘面回顾】中加谈判预期恢复加菜系进口给予菜粕下跌驱动，粕类整体资金驱动继续回落，近月保持偏强。

【供需分析】对于进口大豆，目前 1 月预估到港 600 万吨，2 月 500 万吨，3 月 500 万吨左右。仅从到港量来看，在明年一季度同比往年或存在一定供应缺口，但目前国内开启采购美豆窗口后，国家以轮储形式对远月供应添加增量。

对于国内豆粕，供应方面，全国进口大豆港口与油厂库存边际去库，豆粕库存延续季节性去库，但由于大豆后续供应节奏问题，部分油厂出现停机现象；需求端来看，下游饲料厂物理库存小幅回升，关注后续未执行合同情况。

菜粕端来看，1 月 16 日下午，在中加会面后，加拿大总理称：加拿大和中国已达成一项初步但具有里程碑意义的贸易安排，旨在消除贸易壁垒并降低关税。关于菜系：加拿大预计，到 3 月 1 日，中国将把加拿大油菜籽的关税降低至综合税率约 15%。从 3 月 1 日起至今年年底，加拿大产油菜籽粕以及龙虾、螃蟹和豌豆将不受相关反歧视关税的约束。标志着自 2024 年 9 月 3 日的加菜籽反倾销调查以及 2025 年 3 月 8 日的加菜粕、菜油 100%关税政策存在缓解预期。从供应量级角度考虑，新年度国际菜籽整体丰产，尤其加菜籽虽国内压榨即生柴政策方面存在消费增量，但菜籽余量库存与副产品菜粕方面仍可增加对于中国供应出口。从进口利润角度考虑，目前加菜籽国际报价较其他来源仍属最低，参考周末价格，原本 75.8%的进口保证金之下菜籽盘面榨利-2000 元/吨附近，如今仅考虑 15%关税情况下盘面榨利修复至 150 元/吨附近（包括运杂费与加工费），已优于后续 3 月后澳菜籽进口榨利。

【后市展望】外盘美豆盘面在 1 月报告公布后震荡区间下移，后续将继续演绎中方采购进度偏慢，且完成日期存在后移可能性，叠加巴西产量压制出口需求预期，盘面继续弱势震荡；内盘豆粕关注后续抛储供应增量决定一季度国内供应情况，短期跟随菜粕不断走弱，但下行空间有限；菜粕若贸易关系如加拿大总理发言所进展，则国内菜系将重归国际定价。菜粕由于国际与国内缺乏更多消费增量而表现弱势，且后续加菜粕直接进口后内盘估值定价仍存下行空间。

【策略观点】M3-5 正套离场，菜粕空配减仓后底仓持有。

油脂：短期易涨难跌

【盘面回顾】外盘因美国生物柴油政策提振，美豆油与马棕油近日均向上反弹，国内油脂短期易涨难跌。

【供需分析】棕榈油：AmSpec，马来西亚 1 月 1-20 日棕榈油出口量为 892428 吨，较上月同期出口的 821442 吨增加 8.64%。印尼政府宣称今年 B50 不推进，且 26 年延续 B40 计划掺混，此外在 3 月将上调棕榈油出口专项税，短期或抢占马棕出口。美国预计将在 3 月初敲定 2026 年生物燃料混合配额，可能将把生物燃料混合配额大致保持在当前提案的水平，同时美政府正权衡生物基柴油的配额范围在 52 亿至 56 亿加仑之间，而当前提案为 56.1 亿加仑，此外预计将放弃惩罚可再生燃料及其原料进口的计划，提振油脂市场。

豆油：巴西大豆收获顺利，且新作长势良好，全球大豆供应宽松。中国采购美豆与美国生物燃料政策支撑美豆价格。国内一季度大豆到港下降，后续关注通关进度是否影响短期供应。

菜油：加菜籽新作产量同比大幅增长，全球菜籽供应宽松，美国生物燃料政策提振加菜籽。市场对最终开放加拿大菜籽进口持乐观态度，目前市场传言已出现加菜籽买船，但现货层面仍处于去库阶段，基差维持强势，后续仍需关注政策的走向。

【南华观点】中加扰动暂时好转，菜油支撑减弱，仍可关注菜棕价差的走弱机会。

以上评论由分析师边舒扬（Z0012647）、靳晚冬（Z0022725）、陈晨（Z0022868）提供。

能源油气早评

燃料油：裂解企稳

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU03 收于 2512 元/吨

【产业表现】供给端：进入 12 月份，俄罗斯高硫出口-43 万吨，伊朗高硫出口-73 万吨，伊拉克-12 万吨，墨西哥出口-7 万吨，委内瑞拉-87 万吨，伊朗和委内瑞拉因制裁的影响，出口锐减；进入 1 月份，伊朗出口继续缩量，但俄罗斯，伊拉克和委内瑞拉出口明显恢复。需求的，在船加注市场，12 月份新加坡进口+27 万吨至 248 万吨，1 月份进口+135 万吨，加注市场供应充裕；在进料加工方面，1 月份中国-37 万吨，印度+21 万吨，美国-4 万吨，进料需求疲软，在发电需求方面，因发电旺季已过，1 月份其中沙特净出口 61 万吨，埃及进口+27 万吨，阿联酋进口+2 万吨，发电需求弱势。库存端，新加坡浮仓库存和马来西亚高硫浮仓库存高位回落，中东浮仓高位库存高位盘整。

【核心逻辑】近期由于伊朗地缘影响加上美国收紧对伊朗制裁，伊朗高硫出口低迷，但委内瑞拉，伊拉克和俄罗斯出口显著恢复，供应紧张开始缓和，需求端，发电处于淡季，进料需求放缓，高硫市场需求主要流向加注市场，高硫基本面依然较差，当前伊朗问题依然在底部支撑高硫，同时舟山进口依然低位，短期高硫裂解大跌后有所反弹，但长期向下的趋势不变。

低硫燃料油：裂解低迷

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU03 收于 3078 元/吨

【产业表现】供给端：1 月份欧洲整体净出口+27 万吨至 93 万吨，西北欧出口+16 万吨至 24 万吨，东欧出口+6 万吨至 61 万吨，西北非市场出口-30 万吨至 68 万吨，尼日利亚出口+16 万吨至 25 万吨，阿尔及利亚出口+6 万吨至 61 万吨，在南美市场，巴西出口-30 万吨至 69 万吨，中东地区科威特出口开始恢复，1 月份出口 68 万吨，12 月份马来西亚出口缩量-23 万吨至 7 万吨；需求端，1 月份中国进口-16 万吨至 20 万吨，新加坡-33 万吨至 73 万吨，香港-9 万吨至 38 万吨，美国进口-2 万吨至 39 万吨；库存端，舟山保税库整体累库+1118 万吨。新加坡燃料油+6.5 万吨至 2547 万吨。

【核心逻辑】近期丹格特检修，尼日利亚低硫供应增加，阿祖儿检修结束，科威特低硫出口恢复，供给端压力不断增大，在需求端依然未见明显提振，低硫裂解依然低迷，在国内市场中，由于 12 月和 1 月份产量较低，出口缺口较大，进口高位，内外走强，现已经处于高位，后期继续走强的驱动有限。

沥青：继续区间震荡

【现货情况】1 月 20 日，国内沥青市场均价为 3241 元/吨，较上一日持平。北方刚需基本停滞，市场交投有限，大多贸易商报价维持稳定，个别高价资源小幅回调；华南地区部分主力炼厂限量发货，库存低位，沥青价格保持坚挺，中下游用户按需采购，佛山库价格稳定在 3150 元/吨；华东市场主力炼厂船发尚可，库存水平维持中低位，主营沥青价格稳定，周边社会库出货一般，镇江库价格稳定在 3150-3180 元/吨。

【基本面情况】钢联口径：供给端，山东开工率-4.5%至 30.4%，中国沥青总的开工率+1.8%至 27.2%。需求端，中国沥青出货量+1.33 万吨至 22 万吨；库存端，山东社会库存+1.3 万

吨至 10.5 万吨和山东炼厂库存-0.1 万吨为 14 万吨，中国社会库存+1.7 万吨至 33.6 万吨，中国企业库存+3.2 万吨至 43.7 万吨。

【南华观点】先说冬储：冬储政策陆续出台，山东地区冬储合同为该地区现货提供一定的底部支撑，目前山东地炼的主要厂家就剩一家还未释放合同。近期地缘局势依旧是原油短期波动的导火索，一是，美国对格陵兰岛及南美其他各国的军事威胁仍在，并重提对欧洲加征关税。二是，中东、俄乌局势也同样会阶段性放大原油波动。尤其是近期伊朗局势的不确定性，再次为原油注入地缘溢价。现货从冬储价格和下游拿货意愿来看，并不具备短期深跌的基础，更多是持稳的态势。期货端，原油地缘发大波动，带动沥青盘面冲高回落，短期市场焦点仍聚焦于中东局势上，使得沥青基差走弱。因此对于地缘带来的不确定性，盘面持续升水动能不足，依然维持前期的观点，可关注正套、03 基差以及裂解多配的机会。其他观点并无大的变化，如下所述：本周炼厂供应整体变动不大。而需求端，整体现货市场交投受季节性影响缓慢。社库随着冬储入库带动整体库存上升，厂库变化不大。成本端原油受地缘扰动，近期波动持续放大，但弱势的供需格局仍未改变。现货基差被动走强，符合上周判断。中长期看，需求端全国随着气温降低和假期临近，需求萎缩。总之，沥青现阶段旺季并无超预期表现。短期需要关注后续炼厂冬储情况，炼厂是否会进一步调整价格刺激拿货，以及炼厂原料端是否充足，敏感油贴水变化情况。由于成本端原油仍存地缘扰动，因此沥青短期相对价格上维持震荡看待，上下空间均有限。

以上评论由分析师凌川惠（Z0019531）提供。

贵金属早评

铂金&钯金：美夺岛关税引忧，铂钯大涨

【盘面回顾】昨夜盘 NYMEX 铂钯主连大涨，最终 NYMEX 铂 2604 合约收 2480.0 美元/盎司，+6.77%，NYMEX 钯 2603 合约收 1908.5 美元/盎司，+4.79%。

【交易逻辑】近期价格运行逻辑主要围绕美关税政策、地缘冲突和美联储独立性被挑战为贵金属注入短期避险溢价。关税方面，1 月 17 日，美国总统特朗普宣布，“向反对美国得到格陵兰岛的欧洲国家加征关税”。欧盟随后发表声明宣布，正在协调成员国发起联合反制。1 月 14 日，美国总统特朗普签署总统公告《调整美国加工关键矿物及其衍生产品的进口》（PCMDPs），基于《1962 年贸易扩展法》第 232 条款，宣布 PCMDPs 威胁美国国家安全，但特朗普选择通过谈判达成协议而非立即征税。俄乌冲突方面，冲突烈度上升，军事对抗达新阶段，1 月 11 日乌军无人机袭击普京官邸，俄方将其定性为国家恐怖主义，俄军大规模空袭，并在首次实战高超音速中程导弹；1 月 17 日，俄军控制库皮扬斯克，乌克兰能源系统遭持续打击引发全国紧急状态。美联储方面，鲍威尔遭刑事调查，美联储货币政策独立性面临政治化风险。南非电力方面，南非放宽了反垄断规则，允许受高昂电力成本冲击行业中的竞争对手合作协商更廉价的电力供应，以防止其全面崩溃。关注美对俄罗斯未锻造钯双反调查结果和 LME 于月内公布的新管理者细节。

【南华观点】从中长期维度看，预计 26 年上半年美联储保持宽松的货币政策基调不变，央

行购金以及投资需求增长仍将助推贵金属价格重心继续上抬，铂钯牛市基础仍在。由于内外盘不连续，铂钯开盘价常参考国外夜盘情况，投资者需关注国际市场的交易价格，警惕开盘跳空的现象。

黄金&白银：黄金强势 白银震荡

【盘面回顾】周二贵金属市场金涨银震，外强内弱。格陵兰岛事件继续推升避险情绪，利多避险资产黄金，且欧洲国家抛售美债反制推升中长端美债收益率上行与美元下跌，日本中长债受日本众议院提前选举及财政危机等问题遭遇抛售而收益率飙升，亦短期加速美债抛售压力。欧美股市亦明显下挫，形成美国市场股债汇三杀，加剧金融市场风险，反而推升美联储降息预期，短端美债收益率有所回落。白银作为具有较强工业属性贵金属在风险偏好下降、金属普跌、国内工业需求即将进入需求淡季而升水缩窄、以及美国对 232 调查中白银关税延后缓解伦敦现货紧缺度等因素影响下，走势弱于黄金。黄金还受央行购金预期支持，波兰央行表示，已批准购买多达 150 吨黄金的计划，此举可能会使该国的黄金总持有量增至 700 吨。最终 COMEX 黄金 2602 合约收报于 4769.1 美元/盎司，+1.98%；COMEX 白银 2603 合约收报于 94.46 美元/盎司，+0.19%。昨日全球最大黄金 ETF--SPDR Gold Trust 持仓减少 4 吨至 1081.7 吨。全球最大白银 ETF--iShares Silver Trust (SLV) 白银持仓增加 150 吨至 16222.5 吨。

【交易逻辑】近端看，持续关注格陵兰岛事件进展；其次，关注美联储主席人选的公布，预计将在本月晚些时候正式提名；第三，1 月 29 日将召开美联储 2026 年首次 FOMC 会议，本周进入美联储官员噤声期，市场预期美联储 1 月将大概率维持基准利率不变。远端看，估值上关注美元指数变化，其中涉及欧元及日元等相对货币强弱。宏观上，关注美联储 26 年上半年降息节奏以及技术性扩表的 RMP 操作，26 年 5 月美联储主席鲍威尔任职到期。需求上，关注去美元化趋势下的央行购金，以及投资需求增长前景（货币宽松前景、阶段性避险交易、以及对美国科技股防御式配置需求）。白银市场持续关注期货与现货市场的挤兑压力。

【南华观点】贵金属仍处于易涨难跌的格局中，突破新高后上方空间重新打开，黄金关注 4550 支撑；白银支撑 86.5 附近，短线可能进一步上冲 100。中长期维持看涨，回调仍视为补多机会，但波动加剧下建议做好仓位控制，白银则需警惕即将进入春节假期带来的工业需求放缓与负反馈压力可能引发冲高回落风险。

以上评论由分析师夏莹莹（Z0016569）提供。

化工早评

纸浆-胶版纸：期价上方仍存限制

【盘面回顾】：昨日纸浆期货（SP）与胶版纸（双胶纸）期货（OP）日盘先震荡，盘中大幅上行，后有所回落。

【现货市场】：

纸浆市场主流价：山东银星报价 5400-5420 元/吨（0/0），山东乌针、布针报价 4800-5250 元/吨（0/0），华南银星报价 5550-5600 元/吨（0/0）。

【港口库存】：纸浆：截止 1 月 16 日，港口库存 201.4 万吨（+0.7）。

【南华观点】：针叶浆现货华东、华南地区小部分品牌价格跟进下降，降幅基本在 20-50 元/吨，相对维稳。主力合约基差（山东俄针）为-126 元/吨（日盘），维稳。总体来看，当下行情相对偏空。中东局势存在缓和现象，马士基在部分航线恢复通行，纸浆运输成本端可能有所回落。中国港口库存再度回升至相对高位，且根据欧洲纸浆协会（UTIPULP）发布的最新统计显示，2025 年 12 月欧洲纸浆库存环比增长 7.6%，同比增长 2.4%，对现价和期价的压制再次产生。根据卓创数据来看，上周进口针叶浆价格下降 0.52%，止升回落。此外，纸企陆续启动 2026 年一季度停机计划，根据红桃三数据来看，生活用纸的开工负荷率与产量上周下降明显，单周降幅分别达 2.44%和 3.53%，下游需求相对减弱，且 UTIPULP 同样显示，2025 年 12 月欧洲纸浆消费量环比下降 10.9%，需求面相对利空。还需关注后续浆企是否挺价和现货市场交投情况能否有所好转等因素。需注意的是，期价已接连下跌多日，虽仍有一定下行空间，但存在短线低位反弹的可能性。

对于胶版纸期货而言，主力合约基差为 409.38 元/吨（日盘），已回升至相对偏高的位置，存在后续基差收敛的可能。期价延续震荡偏空走势。纸浆期价下行从成本端带动期价有所下滑，但阔叶浆价格带来的成本支撑仍在，包括阔叶浆明星调涨 20 美元/吨至 590 美元/吨，且近期玖龙纸业发布北海基地停机计划，三台文化纸机和一台白卡纸机将在 1 月 20-30 日期间停机检修，预计减产 4 万吨双胶纸和 3.9 万吨白卡纸，可能从供应端给予现价与期价以一定底部支撑。预期当前行情整体应以中性看待。

对于后市而言，策略上，纸浆与胶版纸均可先观望。

LPG：供需边际走弱，盘面价格回落

【盘面动态】LPG2603 盘面收于 4054（-38），夜盘收于 4073（+19），3-4 月差-279；FEI M1 收于 535 美元/吨，CP M1 收于 528 美元/吨，MB M1 收于 328 美元/吨。

【现货反馈】华东均价 4473（-50），山东均价 4470（+0），最便宜交割品价格 4360（-80）

【基本面】供应端，主营炼厂开工率 77.24%（+0.26%）；独立炼厂开工率 53.91%（-0.66%），不含大炼化利用率为 49.77%（-0.74%），国内液化气外卖量 51.87 万吨（+0.06），到港量 53.9 万吨（+1.1）。需求端，PDH 本期开工率 73.07%（-2.54%）；MTBE 端本期开工率 68.76%（-1.59%），外销量依然处于高位；烷基化端开工率 38%（+0.32%）。库存端，厂内库容率 23.15%（-0.66%），港口库存 202.78 万吨（-10.42）。

【观点】原油市场在地缘及供应过剩中摇摆，盘面波动较大，目前看过剩的基本面依然是主线，伊朗局势暂缓，但里海供应偏紧，原油整体维持震荡。丙烷海外，在过去一周中东发运依然偏低，美国在出口增加情况下，维持去库状态，但国内需求依然偏低，库存绝对值依然处于高位。从国内本期基本面来看，供应端本期依然偏紧，炼厂商品量处于低位，港口到港量依然不高，港库维持去化。需求端边际走弱，PDH 在持续亏损下，部分装置进入检修状态，对 PG 市场形成利空，另外主力移仓 03 后，仓单集中注销的压力也有所体现。后续持续关注地缘变化及国内装置检修情况。

PTA-PX：预期外检修传闻助情绪升温

【基本面情况】PX 供应端浙石化降负，总负荷小幅降至 89.4%（-1.5%），PX 供应后续预期高位维持。供需平衡上，PTA 前期停车装置较多，目前重启时间暂未明确，若后续保持当前的运行状态，PXQ1 预期累库 60 万吨左右；当前 PTA 装置停车较多，后续关注相关回归计划；相对聚酯而言，PXQ1 维持季节性累库，4 月起预计将逐步开始大幅紧缺，05 前整体格局仍然偏紧张。效益方面，汽油裂解利润高位回落，调油经济性下滑；成本端近期石脑油走势偏强，MX 偏弱，PXN 回落至 326.1（-40.8），PX-MX 走缩至 141.5（-5）。当前 PX 环

节效益均保持良好，短流程效益维持高位，外采 MX 效益良好下 PX 供应抗干扰性强。

PTA 方面，供应端英力士和 ys 新材料停车，独山能源重启，TA 负荷降至 76.9% (-1.3%); 前期多套停车装置均无明确回归计划，预计主要参考加工费修复情况，当前加工费已修复至良好水平，后续关注相关动态。库存方面，持货意愿平平，社会库存小幅累积至 210 万吨 (+4)。效益方面，PTA 大量停车后静态平衡表 Q1 累库幅度大幅收窄，TA 现金流加工费修复至 350 (+1); PTA 加工费在静态良好预期下存修复预期，但短期供需矛盾难以形成持久驱动，存量供应仍将压制加工费修复空间。

需求端，本周部分装置检修兑现，聚酯负荷降至 88.3% (-2.5)。织造订单目前大幅回落，订单表现进一步走弱，终端织机负荷加速下滑。与此同时，坯布库存自 11 月下旬起逐步累积，库存压力也超过历年同期。聚酯环节效益方面，近期原料端 PTA 高位回落，各产品现金流加工费修复。而产品库存方面，由于在前期下游买涨情绪带动下长丝库存大幅去化，聚酯环节库存压力不大；后续终端开工与订单下滑的负反馈仍将继续向上传导，随着大量装置季节性检修计划公布，一季度聚酯负荷预期边际下调，开工水平预计低于上一年。瓶片方面近期加工费持续修复至 400 以上并维持，库存表现健康，富海新装置投产出料，总体表现健康。

【观点】PTA 在四季度以来的减产程度超出前期市场预期，目前表现出的高度自律也让 PX-TA 的结构性矛盾大幅缓解。后续从供需结构上来看，2026 上半年 PTA 静态对下游需求维持紧张格局，但随着去库与加工费修复预期兑现，存量装置仍随时可能回归，因此 PTA 加工费预期中枢上移但空间较为有限，而最终去库情况同样需要视 PTA 的减产力度而定。但抛开中间 PX-TA-聚酯的动态平衡，而直接从 PX 对聚酯来看，PX 当前已处于“能开尽开”的状态，一季度预计随聚酯淡季累库，而二季度则将大幅紧缺，上半年整体维持紧张格局。近期 PX-TA 在下游负反馈加剧的影响下走势偏弱，但长期良好格局难以改变，随着估值高位回落仍建议逢低布局多单。总体而言，PX 的良好供需格局确定性较高，当供需后续出现超预期的情况价格弹性将被大幅放大，从而引发向上的流动性行情。在市场一致看好预期下预计保持易涨难跌，但当前尚未出现核心驱动，多配主要出于对格局看好的考虑。因此后续随着现实端需求负反馈逐步向上传导，在向上驱动出现前情绪可能将随需求端走弱逐步降温从而引发阶段性回调，回调布多仍是更合适的方向。

MEG-瓶片：过剩预期压制估值

【库存】华东港口库至 75.5 万吨，环比上期增加 3.6 万吨。（数据来源调整为隆众）

【基本面情况】

基本面方面，供应端近期总体油平煤升，总负荷升至 74.43% (+0.5%); 其中，煤制方面部分装置重启，煤制负荷升至 80.21% (+1.58%)。效益方面，原料端油价和煤价小幅反弹，乙烯价格继续走弱，EG 现货价格总体持稳，乙烯制利润得到明显修复，煤制边际利润压缩至 -492 (-24); 当前从效益方面考虑煤制边际装置已压缩至成本线以下，但离因效益减产仍需观察实际兑现情况，在时间和空间上预计仍有距离。而比价方面，近期 EG 价格止跌企稳，与乙烯链相关产品比价小幅好转，EO 相对 EG 经济性明显走弱，而且减水剂价格低迷，EO 需求淡季，近期部分联产装置上调 EG 负荷；HDPE 相对 EG 经济性仍优势明显，相关装置若切换运行具备经济性，但实际执行仍需考虑销售渠道等多方面问题，关注后续动态。库存方面，本周到港较多，周内港口发货尚可，下周一港口显性库存预计累库 6 万吨左右。

需求端，本周部分装置检修兑现，聚酯负荷降至 88.3% (-2.5)。织造订单目前大幅回落，订单表现进一步走弱，终端织机负荷加速下滑。与此同时，坯布库存自 11 月下旬起逐步累积，库存压力也超过历年同期。聚酯环节效益方面，近期原料端 PTA 高位回落，各产品现

金流加工费修复。而产品库存方面，由于在前期下游买涨情绪带动下长丝库存大幅去化，聚酯环节库存压力不大；后续终端开工与订单下滑的负反馈仍将继续向上传导，随着大量装置季节性检修计划公布，一季度聚酯负荷预期边际下调，开工水平预计低于上一年。瓶片方面近期加工费持续修复至 400 以上并维持，库存表现健康，富海新装置投产出料，总体表现健康。

【观点】

总体来看，乙二醇需求端负反馈随终端订单下滑持续向上传导，且聚酯环节在 PTA 价格大幅抬升的影响下效益大幅压缩，近期部分聚酯工厂公布预期外检修计划，后续淡季负荷预期下修。近期宏观前期偏暖氛围有所降温，关注后续伊朗相关地缘影响，若后续局势缓和则乙二醇供需承压格局依然难以扭转。总体来看存量供应仍将长期压制估值的反弹空间，不低的显性库存也为可能出现的流动性矛盾提供了缓冲空间，供应端或需求端的小幅超预期若无法扭转长期格局则走势均只能定性为阶段性反弹，对“反转”的期待更可能依赖宏观叙事的驱动，在此之前过剩预期压制估值以清退边际产能的交易主线逻辑仍将延续。

甲醇：基本面转弱

【盘面动态】：周一甲醇 05 收于 2221

【现货反馈】：周 1 远期部分单边出货利买盘为主，基差 05-5

【库存】：上周甲醇港口库存大幅去库，主要基于卸货总量不大，周期内显性外轮卸货 9.61 万吨，非显性计入 12.5 万吨。江苏沿江主流库区提货尚可，江浙其他社会库提货表现较为一般，虽浙江继续新增终端停车，但卸货较少背景下库存明显下降。华南港口库存继续去库。广东地区周内少里进口及内贸抵港，主流库区提货里平稳，库存呈现去库。福建地区进口及内贸补充供应，下游按需消耗下，库存波动不大。

【南华观点】：地缘逻辑仍为甲醇主线，虽然冬季伊朗装置装置已经限气，但在近期商品情绪转暖的背景下，地缘冲突助推估值上涨。在甲醇涨破 2300 后，基本面最大的变化在于烯烃端联合停车，其中兴兴已经停车，盛虹计划 2 月停车，渤化计划 3-4 月停车，港口基差持续弱化，上调去库斜率，近端压力显现，3-5 结构承压。从下游利润角度看，甲醇快速拉涨后，港口 mto 利润下降。内地来看，伴随着雨雪天气来临，即将迎来降价去库存，内地价格有往进一步下跌。目前做空最大矛盾在于地缘逻辑的不确定性，甲醇建议观望。综上，甲醇地缘逻辑延续，虽然 mto 端停车带来 05 合约基本面边际转弱，但操作难度较大。

PP：关注 PDH 装置动态

【盘面动态】聚丙烯 2605 盘面收于 6461(-21)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6300 元/吨，华东现货价格为 6420 元/吨，华南现货价格为 6500 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 75.62% (+0.15%)。本周中景石化一套装置进入检修，同时京博、利和知信等装置复产，总体开工率变化不大。1 月 PP 检修量持续处于偏高水位，短期供应有所缩减。但需要注意的是，在 PP 价格回升的过程中，部分边际装置正逐步复产，后续 PP 供应压力或将再现。需求端，本期下游平均开工率为 52.53% (-0.05%)。其中，BOPP 开工率为 63.56% (+0.32%)，CPP 开工率为 54.23% (0%)，无纺布开工率为 42.33% (-0.12%)，塑编开工率为 42.6% (-0.32%)，改性 PP 开工率为 70.63% (+0.32%)。库存方面，PP 总库存环比上升 6.46%。上游库存中，两油库存环比下降 4.12%，煤化工库存下降 15.16%，地方炼厂库存下降 6.2%。中游库存中，贸易商库存环比下降 5.28%，港口库存下降 0.7%。

【观点】近期宏观情绪降温，聚烯烃呈现见顶回落趋势。从 PP 基本面格局来看，其主要支

撑仍是来自于 1 月下旬 PHD 装置的检修预期，叠加 1 月装置检修量总体偏高，短期供应压力不大。而在需求端，PP 情况与 PE 类似，虽然先前中游的补空情绪叠加下游节前补库，带动短期需求增量，但进入下半月需求预计进入下滑趋势，导致需求端支撑减弱。总体来看，1 月下旬 PP 供需格局预计略好于 PE，但需重点关注装置检修的实际兑现情况。

PE：基本面支撑不足

【盘面动态】塑料 2605 盘面收于 6640(-27)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6530 元/吨，华东现货价格为 6640 元/吨，华南现货价格为 6700 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 81.59% (-2.07%)。近期装置检修较多，开工率下滑明显，但从预期来看，大部分装置将在本周末至下周陆续重启，供应预计再度回升。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 40.93%(-0.28%)。其中，农膜开工率为 36.93%(-0.96%)，包装膜开工率为 48.15%(-0.81%)，管材开工率为 29.33%(-0.17%)，注塑开工率为 48.95%(-0.2%)，中空开工率为 38.82%(+1.32%)，拉丝开工率为 29.92%(+0.4%)。库存方面，本期 PE 总库存环比下降 5.18%，上游石化库存环比下降 7%，煤化工库存下降 31%；中游社会库存变化不大。

【观点】近期宏观情绪降温，聚烯烃呈现见顶回落趋势。与此同时，PE 基本面情况也有所转弱，进一步加速下跌：在供应端，随着生产利润修复，先前降幅的装置逐步复产，且部分转产低压的装置也重新切换回生产线性，供应压力再度回升。而在需求端，本周现货情况有所转弱，现货降价较为明显，叠加春节临近，下游部分企业或将提前进入停车放假状态，需求面临季节性回落。总体来看，PE 正转向供增需减的格局，短期或将维持偏弱运行趋势。

纯苯-苯乙烯：供应端再出意外，苯乙烯夜盘冲高

【盘面回顾】BZ2603 收于 5767 (-60)，夜盘收于 5803；EB2602 收于 7203 (-92)，夜盘收于 7376。

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5675 (-20)，主力基差 -92 (+40)。下午华东苯乙烯现货 7370 (-50)，主力基差 167 (+42)。

【库存情况】截至 1 月 19 日，江苏纯苯港口样本商业库存量 29.7 万吨，较上期库存去库 2.7 万吨。截至 2025 年 1 月 19 日，江苏苯乙烯港口库存量 9.35 万吨，较上周期减 0.71 万吨，幅度 -7.06%；截至 2026 年 1 月 15 日，中国苯乙烯工厂样本库存量为 16.12 万吨，较上一周期减少 0.12 万吨，环比下降 0.73%。

【南华观点】

纯苯方面，供减需增，近期下游除苯酚外利润均有所修复，下游较多装置提负或重启，五大下游折纯苯需求明显增加，周度供需情况有所改善。库存方面，周一华东主港的纯苯明显去库，近期到港船货较少，港口转去库，往后看明年上半年检修季纯苯的月检修损失相较于前两年明显减少，春节后纯苯去库阻力仍较大。外盘方面，上周五市场传闻亚洲纯苯出口美国可退税，但退税需要先获得资质，目前来看美亚套利量存改善预期。

苯乙烯方面，总体仍偏强运行。基本面看先是国内中化泉州、天津渤化苯乙烯检修装置提前至 1 月底回归，加工差短暂走缩；后市场又传闻中东两套苯乙烯装置运行出现问题，加工差再次走扩。此外华东主港去库至 10 万吨以下，港口苯乙烯部分货权集中，大幅去库下现货流动性再次收紧。年前国内苯乙烯供应弹性较小，估值较难压缩。昨日夜盘前市场传旭阳 30 万吨苯乙烯装置着火停车，夜盘苯乙烯再次冲高。后续重点关注苯乙烯出口增量的持续性、地缘险导致的原油波动以及下游 3S 对于高价原料的承接力。

橡胶：震荡中小幅企稳

【行情走势】

昨夜橡胶整体维持震荡，小幅企稳，沪胶主力合约收盘价为 15645 元/吨（+35），20 号胶主力合约收盘价为 12555 元/吨（+10），丁二烯橡胶期货主力合约收盘价为 11635 元/吨（+115）。

【相关资讯】

- 1、中国 1 月一年期 LPR 维持 3.0%，5 年期以上 LPR 为 3.5%，保持 8 个月按兵不动。今年或有一定降息空间，以应对经济增长压力与外部关税带来的影响。
- 2、12 月份国内规上工业增加值同比实际增长 5.2%，环比增长 0.49%，2025 年全年规上工业增加值同比增长 5.9%。
- 3、财政部公布通知，个人消费贷款财政贴息政策延长期限至 2026 年底，同时扩大支持范围和贴息领域，实施中小微企业贷款贴息，并提高贴息标准，利好国内消费需求。国家发改委在新闻发布会上进一步释放未来政策信号，包括持续扩大设备更新与消费品以旧换新、促进物价回升作为货币政策重要考量、研究制定稳岗扩容提质行动和城乡居民增收计划等。

【现货动态】

截至昨日下午收盘，上海国营全乳胶报价为 15400 元/吨(-100)，上海泰三烟片报价为 18100 元/吨(-100)，泰混人民币报价为 14750 元/吨(-100)，印尼标胶市场价为 12596 元/吨(-113)，非洲 10 号胶市场价为 1810 美元/吨(-30)。全乳胶-RU 主力基差为-220(25)，印标-NR 主力基差为 46(-8)，全乳泰混价差为 650(0)。

顺丁橡胶 BR9000 山东市场价为 11600 元/吨(-100)，顺丁传化市场价为 11500 元/吨(-50)，华南顺丁橡胶市场价为 11350 元/吨(-50)；丁二烯山东市场价为 9500 元/吨(-50)。

【仓单变化】

沪胶当日仓单数量为 109870 吨，日度变化-20 吨。20 号胶当日仓单数量为 56750 吨，日度变化 0 吨。合成橡胶当日仓单数量为 24330 吨，日度变化-1700 吨。

【核心观点】近期宏观情绪波动对橡胶整体走势带来较大影响。央行发布诸多宏观宽松政策，国内多部门利好政策持续发布，包括延期并扩大贷款贴息等；但美联储降息预期减弱，美委冲突叠加美伊局势降温，原油宽松预期加强，对板块有所拖拽，同时美国再挥关税大棒，贸易不确定性使避险情绪升温，整体宏观情绪有所退却，商品进一步分化。沪胶 RU 目前国内停割，全乳胶维持去库，基于未来需求预期和金融属性定价主导，受宏观情绪影响较大。海外产区多处于低产季前冲刺上量阶段，割胶相对顺畅但部分产区降温导致干含量有所降低，冬储抢收积极，对原料有所支撑。12 月天然橡胶干胶进口大增带来库存高企，未来供应预期存压制。下游节前备库，轮胎开工有所回升，干胶库存、下游产品和终端库存压力仍存，导致现货交投情绪平淡。重卡与工程机械受新旧置换和对外出口提振，但长期固定资产投资和房地产投资或维持下滑趋势，内需增长承压且出口不确定性仍存。目前丁二烯开工下滑，上游利润走扩，顺丁开工维持偏高但顺丁现货偏弱导致利润萎缩，海外丁二烯价格重心抬升，对顺丁橡胶价格带来一定支撑。后市预计胶价在承压中随情绪维持波动，维持宽幅震荡格局，短期有望企稳，但需要警惕关税等外部宏观风险。

【策略建议】单边逢低偏多看待，但宏观扰动较大，内外氛围分化，轻仓为主。RU2605 短期参考震荡区间为 15500—16000；NR2603 震荡区间参考 12500—13000。BR 主力支撑参考 11500，关注 NR-BR 价差低位做扩机会。

玻璃纯碱：供需预期偏弱

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2605 合约昨日收于 1177，-1.26%

【基本面信息】

本周一纯碱库存 154.42 万吨，环比上期-3.08 万吨；其中，轻碱库存 82.26 万吨，环比上期-1.44 万吨，重碱库存 72.16 万吨，环比上期-1.64 万吨。

【南华观点】

前期商品情绪升温，带动部分低估值品种，盘面上涨，纯碱中游补库，但弹性有限。基本盘面看，随着新产能逐步释放产量，纯碱日产新高，过剩预期也在加剧。当下纯碱中长期供应维持高位的预期不变，光伏玻璃继续累库，堵窑开始增加，重碱平衡继续保持过剩。纯碱出口维持高位，一定程度上继续缓解国内压力。上中游库存整体保持高位限制纯碱价格。

玻璃：

【盘面动态】玻璃 2605 合约昨日收于 1056，-1.31%

【基本面信息】

截止到 20260115，全国浮法玻璃样本企业总库存 5301.3 万重箱，环比-250.5 万重箱，环比-4.51%，同比+20.89%。折库存天数 23 天，较上期-1.1 天。

【南华观点】

市场传部分产线有点火预期，供需预期转差。虽然浮法玻璃日熔下滑至一定低位，但需求现实和预期同样疲弱，供需双弱的格局下难有趋势性走势。供应端，春节前仍有部分玻璃产线冷修和点火等待兑现，或影响远月定价和市场预期。此外，政策对供应的扰动尚不能排除，比如前期关于湖北石油焦产线改气的消息，关注后续供应预期的变化。现实层面，无论供应预期如何变化，目前玻璃中游的高库存需要被消化，终端进入淡季，现货压力尚存。

丙烯：地缘降温，价格回落

【盘面动态】PL2603 盘面收于 5963（-72），夜盘收于 5997（+34）；PP-PL 主力价差 482

【现货反馈】山东均价 6155（+10），华东均价 6325（+0）

【基本面数据】供应端，丙烯产量 123.15 万吨（-1.05），开工率 75.23%（-0.72%）。主营炼厂开工率 77.24%（+0.26%）；独立炼厂开工率 53.91%（-0.66%），不含大炼化利用率为 49.77%（-0.74%）；蒸汽裂解开工率 82.07%（-1.46%）；PDH 开工率 73.07%（-2.54%）；MTO 开工率 85.77%（-2.29%）。需求端本周整体变动不大，PP 端，PP 粒料开工率 75.62%（+0.15%），粉料开工 31.56%（-5.84%），正丁醇开工 87.33%（+4.22%），辛醇开工 95%（+7%），丙烯酸开工 82.08%（-4.66%）。

【观点】海外市场动荡，地缘持续扰动，过剩依然是主线。短期伊朗局势降温，带动相关化工品回调。基本面上，本周数据供需均减，从供需差上看，国内丙烯端整体依然维持宽松局面不变，但山东市场在装置检修情况下有收紧。PDH 端，在持续亏损下，金能、万华等装置进入检修状态，短期开工预期依然能维持在 70%-75%；MTO 端浙江兴兴停车、恒通化工降负，开工也有下行。需求端，PP 依然维持高开工，但较前期高点有所下滑，供需压力环比有所好转。另外其他下游除丁辛醇、环氧丙烷外，基本均处于亏损状态，对高价丙烯接受度低，整体依然按需采购。后续仍需持续关注地缘及装置变动情况。

以上评论由分析师俞俊臣（Z0021065）、边舒扬（Z0012647）、张博（Z0021070）、寿佳露（Z0020569）、戴一帆（Z0015428）及助理分析师黄超贤（F03147169）提供。

黑色早评

螺纹&热卷：低位震荡

【盘面回顾】昨日成材受到炉料端铁矿和焦煤的影响震荡下跌，但相较于炉料端成材相对抗跌

【核心逻辑】成材产量恢复速度边际放缓，螺纹表观消费量超预期回升，螺纹库存从新转为去库，但环比变化不大基本持平，后续随着螺纹钢下游消费淡季再次走弱和季节性规律，螺纹钢库存可能从新进入累库趋势，但整体看螺纹库存处于低位并且同期超季节性相比处于去库趋势。热卷去库速度边际有所加快，库存基数同期相比偏大但从同期的季节性看却处于一个去库状态，但热卷近期仓单增量明显，热卷仓单环比上周增加+58%，不排除可能是库存注册为仓单的可能性。整体看，成材的基本面偏中性，缺乏驱动，处于一个区间震荡的状态，涨不动也跌不深。目前主要的核心矛盾还是在于炉料端，钢厂铁矿库存偏低存在补库预期，支撑铁矿价格的强势，但铁水产量下降和铁矿港口库存的继续累库，铁矿大幅度上涨也有难度。焦煤从基本面上看，甘其毛都口岸通关量继续创新高，为几年同期较高水平，口岸库存继续累库，矿山开工率回升和矿山焦煤库存累库均会压制焦煤价格的上周。尽管冬储上游库存逐渐转移至下游，支撑焦煤价格，但焦煤库存基数偏大，焦煤上方空间有限。

【南华观点】短期内成材受到成本端的支撑，下方空间有限，但上方缺乏驱动。钢材价格维持震荡的趋势，短期看螺纹主力合约 2605 的价格区间可能在 3050-3200 之间，热卷主力合约 2605 的价格区间可能在 3200-3350 之间。

铁矿石：风险释放

【盘面信息】铁矿石价格日内低开高走。

【信息整理】1. 1 月 LPR 报价出炉：5 年期和 1 年期利率均维持不变。1 月贷款市场报价利率（LPR）报价出炉：5 年期以上 LPR 为 3.5%，上月为 3.5%。1 年期 LPR 为 3%，上月为 3%。2. 根据路透社 2026 年 1 月 20 日的报道，矿业巨头必和必拓集团宣布其上半年铁矿石产量创下历史新高，在截至 12 月 31 日的六个月内达到 1.466 亿公吨。与此同时，公司正与中国国有采购机构中国矿产资源集团进行年度合同谈判，并罕见地承认，在谈判中已接受部分铁矿石以较低价格出售，这对其实际成交价格产生了影响。报道指出，自去年 9 月起，中方已限制钢厂和贸易商采购多种必和必拓铁矿石，试图在谈判中争取更有利条款。

【南华观点】目前铁矿石价格的主导因素不在其基本面，在宏观预期上，目前持续累库和复产缓慢的情况下基本面无法支撑目前的高估值，价格继续冲高缺乏支撑。但价格下跌后，抛压释放，钢厂有补库刚需，价格回落后刺激钢厂补库，下方空间亦有限，整体看区间宽幅震荡。

焦煤焦炭：盘面走势偏弱，一轮提涨延期

【盘面回顾】加速下跌

【信息整理】

1. 国家发展改革委副主任王昌林表示，2026 年，将研究制定出台 2026 年—2030 年扩大内需战略实施方案；要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，把促进物价回升作为货币政策的重要考量；依法依规治理企业低价无序竞争，破解内卷竞争。

2. 财政部副部长廖岷表示，2025 年，财政赤字率按 4%左右，比上年提高一个百分点，新增政府债务规模 11.86 万亿元，比上年增加 2.9 万亿元。2026 年财政赤字、债务总规模和支出总量将保持必要水平，确保总体支出力度“只增不减”、重点领域保障“只强不弱”。

3. 1 月贷款市场报价利率（LPR）报价出炉：5 年期以上 LPR 为 3.5%，上月为 3.5%。1 年期 LPR 为 3%，上月为 3%。

4. 奥维云网：2025 年空调零售量 7604 万台，同比上涨 4.7%。2026 年 2 月排产计划同比呈现两位数下滑。其中，内销排产 603 万台，同比下滑 13.8%；出口排产 751 万台，同比下滑 12.7%。

【核心逻辑】近几周，国内矿山“开门红”，焦煤产量稳中有增。进口端，口岸蒙煤通关量仍处于同比高位，澳煤因海外供应扰动，出口报价坚挺，内外煤价倒挂严重，近期焦煤到港高位回落。焦化方面，主流焦企开启一轮提涨，但下游钢厂对此较为抵触。近期焦煤现货反弹幅度较大，即期焦化利润收缩，焦企开工率稳中有降，本周产量环比小幅下降。钢厂方面，本周高炉检修量抬升，铁水产量小幅下降。周末内蒙古某工厂事故可能导致局部钢材供应收缩，起到修复盘面钢材利润、支撑钢价的作用，后续关注事件处理结果。若该事件导致局部地区监管限产驱严，铁水复产进度可能放缓，加剧焦煤短期过剩矛盾。中长期，需重点关注宏观情绪变化以及春节后国内矿山的复产节奏，若出现“国内供应恢复超预期”与“宏观情绪转弱”的组合，煤焦中长期价格将面临较大的下行压力。

以上评论由分析师张滋（Z0022723）、陈敏涛（Z0022731）、周甫翰（Z0020173）提供。

农副软商品早评

生猪：寒潮导致北方猪价承压

【期货报价】LH2603 收于 11550 日环比-1.32%。

【现货报价】

全国生猪均价 13.20（-0.10）元/公斤，其中河南 13.35（-0.18）元/公斤、四川 13.02（+0.00）元/公斤、湖南 13.34（+0.00）元/公斤、辽宁 13.06（-0.13）元/公斤、广东 14.05（-0.08）元/公斤、安徽 13.51（-0.02）元/公斤

【现货情况】

今日南北地区生猪出栏价皆下跌，辽宁地区前期涨价阶段社会猪源惜售情绪较强，养殖户压栏观望情绪较重，但昨日价格转弱后，认卖度提升，整体出栏积极性有所增强。河南地区作为主流交割地前期市场情绪较高，散户压栏惜售主要以出栏大猪为主，降雪后交通运输受阻大体重猪无有效流通渠道，屠企压价收购。两广地区价格变化较小，主要原因还是在于散户惜售情绪较强叠加部分二育进场，散户及二育依旧持观望态度，部分适重的偏大体重猪逢价格高点出售，但是整体量级不大。

【南华观点】

受寒潮影响，北方生猪流通受阻导致北方市场供应增加，生猪现货价格支撑困难，主力合约或承压下跌。

棉花：震荡运行

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌近 0.5%，受外围市场走弱拖累。隔夜郑棉上涨超 0.5%。

【市场信息】

1. 截至 2026 年 1 月 19 日，全国新年度棉花公证检验量累计 701.69 万吨，同比增加 76.18 万吨。
2. 海关统计数据，2025 年 12 月棉制品（包括含棉混纺制品，不仅指纯棉制品，下同）出口量 66.89 万吨，同比增加 2.06%，环比增加 3.48%；出口金额 63.32 亿美元，同比减少 8.77%，环比增加 20.06%；出口单价为 9.47 美元/千克，同比下跌 10.58%，环比上涨 16.05%。
3. 据巴基斯坦棉花种植者协会(PCGA)2025/26 年度最新数据，截至 1 月 15 日，新年度籽棉累计上市量折皮棉约为 85.2 万吨，较前两周增加 1.0 万吨，同比基本持平。
4. 根据日本有关机构统计数据，12 月日本进口棉花 2868 吨，环比（1701 吨）增加 68.6%，同比（1621 吨）增加 76.9%，是自 2024 年 9 月以来最大月度进口量。

【核心逻辑】新棉公检工作已进入尾声，国内棉花工商业库存明显回升，处于近年峰值水平，但受进口配额限制，在上年度低库存的现实基础与新年度低进口的未来预期下，国内新年度整体供应增幅缩窄，而下游在棉纱产能扩张下，棉花刚性消费提升，市场预期本年度末国内棉花供需或偏紧，同时 26/27 年度疆棉面积下调预期仍存，但国内棉价走强后，下游纺纱利润受到挤压，内外棉价差也大幅走扩，进口纱或阶段性增加流入，对棉价上方形成压力。

【南华观点】在下游利润挤压及内外价差大幅走强下，棉价上方存在压力，但当前纱厂负荷基本持稳，纺纱产能的扩张对棉花的消费形成支撑，且下整体库存压力尚且不大，短期棉价或震荡调整，关注下游进口及订单情况。

白糖：震荡承压

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周二因假期休市。周一夜盘郑糖收跌。

【现货报价】南宁中间商站台 5360 元/吨。昆明中间商报价 5170-5260 元/吨。

- 【市场信息】1. 2025 年 12 月份我国进口糖浆、预混粉合计 6.97 万吨，同比减少 12.08 万吨。2025 年我国进口糖浆、预混粉合计 118.88 万吨，同比减少 118.79 万吨。25/26 榨季截至 12 月底我国进口糖浆、预混粉合计 29.96 万吨，同比减少 33.95 万吨。
2. 据海关总署公布的数据显示，2025 年 12 月份我国进口食糖 58 万吨，同比增加 19 万吨。2025 年我国累计进口食糖 492 万吨，同比增加 57 万吨。25/26 榨季截至 12 月底我国累计进口食糖 177 万吨，同比增加 31 万吨。
3. 根据印度糖和生物能源制造商协会（ISMA）的数据，截至 2026 年 1 月 15 日，印度 2025/26 榨季糖产量达到 1590.9 万吨，较去年同期的 1304.4 万吨增加近 22%；已开榨糖厂 518 家，较去年同期的 500 家增加 18 家。截至 2025 年 1 月中旬，北方邦已产糖 460.5 万吨，较去年同期增加 32.3 万吨；马哈拉施特拉邦本榨季产糖率有所提高，目前有 204 家糖厂开榨，食糖产量达 645 万吨，同比增加约 51%；卡纳塔克邦与去年同期相比，甘蔗压榨进度加快，食糖产量也较去年同期增长了约 13%。
4. 巴西航运机构 Williams 发布的数据显示，截至 1 月 14 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量为 48 艘，此前一周为 44 艘。
5. 据消息人士透露，印度食糖最低销售价格(MSP)可能将上调至每公斤 37.50 至 38.00 卢比。

【南华观点】预计国内白糖期货短期维持震荡运行，后续继续关注泰国、印度生产进度，若供应压力持续增加，原糖下行压力较大，亦压制国内白糖盘面。

鸡蛋：整体稳定，局部调整

【期货动态】主力 JD2603 合约收于 3027，日环比+0.13%。

【现货情况】

根据农业农村部监测，1 月 20 日全国农产品批发市场鸡蛋平均价格为 8.13 元/公斤，与前一天价格持平。

行业数据显示，昨日主产区鸡蛋均价为 3.67 元/斤，主销区均价为 3.65 元/斤，整体稳定，局部微调。北京主流批发价：163 元/44 斤（约合 7.41 元/公斤），上海褐壳鸡蛋价：109 元/27.5 斤（约合 7.93 元/公斤），山东主产区均价：7.49 元/公斤，河北主产区均价：6.91 元/公斤，广东主销区均价：8.07 元/公斤。当前在产蛋鸡存栏量仍处高位，供应充足。需求端以春节前的食品加工企业和商超备货为主力，但继续提价的动力已显不足。

【南华观点】

短期内蛋价将“大部趋稳、局部调整”，部分库存较高的地区可能有小幅下跌压力。

橡胶：震荡中小幅企稳

【行情走势】

昨夜橡胶整体维持震荡，小幅企稳，沪胶主力合约收盘价为 15645 元/吨（+35），20 号胶主力合约收盘价为 12555 元/吨（+10），丁二烯橡胶期货主力合约收盘价为 11635 元/吨（+115）。

【相关资讯】

- 1、中国 1 月一年期 LPR 维持 3.0%，5 年期以上 LPR 为 3.5%，保持 8 个月按兵不动。今年或有一定降息空间，以应对经济增长压力与外部关税带来的影响。
- 2、12 月份国内规上工业增加值同比实际增长 5.2%，环比增长 0.49%，2025 年全年规上工业增加值同比增长 5.9%。
- 3、财政部公布通知，个人消费贷款财政贴息政策延长期限至 2026 年底，同时扩大支持范围和贴息领域，实施中小微企业贷款贴息，并提高贴息标准，利好国内消费需求。国家发改委在新闻发布会上进一步释放未来政策信号，包括持续扩大设备更新与消费品以旧换新、促进物价回升作为货币政策重要考量、研究制定稳岗扩容提质行动和城乡居民增收计划等。

【现货动态】

截至昨日下午收盘，上海国营全乳胶报价为 15400 元/吨(-100)，上海泰三烟片报价为 18100 元/吨(-100)，泰混人民币报价为 14750 元/吨(-100)，印尼标胶市场价为 12596 元/吨(-113)，非洲 10 号胶市场价为 1810 美元/吨(-30)。全乳胶-RU 主力基差为-220(25)，印标-NR 主力基差为 46(-8)，全乳泰混价差为 650(0)。

顺丁橡胶 BR9000 山东市场价为 11600 元/吨(-100)，顺丁传化市场价为 11500 元/吨(-50)，华南顺丁橡胶市场价为 11350 元/吨(-50)；丁二烯山东市场价为 9500 元/吨(-50)。

【仓单变化】

沪胶当日仓单数量为 109870 吨，日度变化-20 吨。20 号胶当日仓单数量为 56750 吨，日度变化 0 吨。合成橡胶当日仓单数量为 24330 吨，日度变化-1700 吨。

【核心观点】近期宏观情绪波动对橡胶整体走势带来较大影响。央行发布诸多宏观宽松政策，国内多部门利好政策持续发布，包括延期并扩大贷款贴息等；但美联储降息预期减弱，美委冲突叠加美伊局势降温，原油宽松预期加强，对板块有所拖拽，同时美国再挥关税大棒，贸易不确定性使避险情绪升温，整体宏观情绪有所退却，商品进一步分化。沪胶 RU 目前国内停割，全乳胶维持去库，基于未来需求预期和金融属性定价主导，受宏观情绪影响较大。海外产区多处于低产季前冲刺上量阶段，割胶相对顺畅但部分产区降温导致干含量有所降低，冬储抢收积极，对原料有所支撑。12 月天然橡胶干胶进口大增带来库存高企，未来供应预期存压制。下游节前备库，轮胎开工有所回升，干胶库存、下游产品和终端库

存压力仍存，导致现货交投情绪平淡。重卡与工程机械受新旧置换和对外出口提振，但长期固定资产投资和房地产投资或维持下滑趋势，内需增长承压且出口不确定性仍存。目前丁二烯开工下滑，上游利润走扩，顺丁开工维持偏高但顺丁现货偏弱导致利润萎缩，海外丁二烯价格重心抬升，对顺丁橡胶价格带来一定支撑。后市预计胶价在承压中随情绪维持波动，维持宽幅震荡格局，短期有望企稳，但需要警惕关税等外部宏观风险。

【策略建议】单边逢低偏多看待，但宏观扰动较大，内外氛围分化，轻仓为主。RU2605 短期参考震荡区间为 15500—16000；NR2603 震荡区间参考 12500—13000。BR 主力支撑参考 11500，关注 NR-BR 价差低位做扩机会。

苹果：关注支撑

【期货动态】周二苹果期货主力合约 AP2605 下跌 0.31%，收盘 9371 元/吨；远月 AP2610 上涨 1.29%，收盘 1.29%。远月合约表现强于近月，因主力 05 合约承压于当前需求偏弱和资金情绪退潮，而 10 月合约盘面逻辑对应新季上市，受当前需求影响较小，盘面下跌弹性弱。

【现货价格】栖霞 80#一二级晚富士（条纹）参考价 4.4 元/斤，栖霞 80#一二级晚富士（片红）参考价 4.1 元/斤。陕西洛川产区晚富士 70#以上半商品 4.2 元/斤。白水地区晚富士 70#以上统货 2.9 元/斤。

【现货动态】近期苹果现货价格稳定，产区节前备货情况有所好转，客商包装自存货源发货，陕西果农少量成交两级货源，价格略有松动，甘肃客商包装货走货尚可，山东地区需求一般。

【库存分析】1.据钢联数据，截至 2026 年 1 月 14 日，全国主产区苹果冷库库存量为 704.66 万吨，环比上周减少 16.25 万吨，去库速度环比加快，但低于去年同期。2.据卓创资讯，截止到 2026 年 1 月 15 日，全国冷库库存比例约为 49.78%，较去年同期低 3.55 个百分点。本周全国冷库库容比下降 1.35 个百分点，去库存率 10.90%。

【南华观点】当前苹果盘面主力合约 05 以及近月 03、04 合约的逻辑还是围绕需求弱势和资金情绪退潮，交割品短缺逻辑暂时搁置，10 合约的逻辑对应新季上市，受当前需求影响较小，盘面下跌弹性弱。近期产区交易较前期略有好转，盘面跌幅收窄，后续继续关注苹果备货情况，若需求出现明显好转，盘面可能支撑加强，反之则可能继续下跌。

红枣：关注下游备货

【产区动态】目前新枣收购工作已完成，据钢联调查显示，新季灰枣产量在 57.38 万吨左右，较正常年份小幅减产，在上年度库存基础之上，国内供应充裕。

【销区动态】昨日广东如意坊市场到货 5 车，参考特级 9.80-10.50 元/公斤，一级 8.30-10.0 元/公斤，河北崔尔庄市场到货约 10 车，参考特级 8.80-10.50 元/公斤，一级 7.80-8.50 元/公斤，下游按需采购为主，价格小幅松动。

【库存动态】1 月 20 日郑商所红枣期货仓单录得 3298 张，较上一交易日持平，有效预报录得 324 张。据钢联统计，截至 1 月 8 日，36 家样本点物理库存在 15300 吨，周环比减少 349 吨，同比增加 41.27%。

【南华观点】短期红枣价格或维持低位震荡，关注下游年前采购情况，中长期来看，国内新年度红枣整体供需偏松，价格仍将承压运行。

原木：增仓下跌，下方空间有限

【盘面】lg2603 收盘于 756（-7），持仓 1.6 万手。3-5 月差-19。

【现货】岚山地区现货价格未变，5.9 米中 A 主流价 760-770，长三角地区现货上周普遍

涨价，6 米中 A 价格 810 元/方。

【估值】仓单成本约 810（+6）元 /立方米（长三角，最低仓单成本锚定为 6 米大 A），792 元 /立方米（山东，锚定为 5.9 米中 A）。

【库存】截止 1 月 9 日，全国库存量 269 万方（+2）。

【核心矛盾】

继昨日突然增仓下跌之后，今日进去增仓，创短期新低点。从技术上看，目前属于区间突破，且增仓放量，资金态度较为明确。但从现货估值上看，长三角地区，以及山东地区的现货价格并无变化。山东地区的仓单成本依然维持在 792 元/方附近，锚定 5.9 米中 A，次低仓单成本为 801 元/方附近，锚定为 5.9 米小 A。而长三角地区的最低仓单成本为 810 元/方附近，且锚定的是 6 米大 A。该规格的现货数量并不多，次低的仓单成本将锚定 4 米大/小 A，成本在 820 元/方之上。也就是说目前的价格，空头交货是亏损状态。那么往后看，到了 2 月底进入交割月前，现货市场是否能稳住，才是这个行情的终局表达。从现在开始到年后 2 月底，现货市场的走量将逐步走弱，后续会验证传统的 03 旺季需求。需要关注的是，目前原木市场的下游消费结构出现了一定的变化，传统的主力地产的建材口料需求在逐步下降，而家具，集成材的，以及包装托盘的需求量在逐步走强，这是一定程度上降低了传统的淡旺季特征的强度。美欧互殴关税的不确定背景之下，可能会导致欧洲需求端来自中国的出口替代，从而拉动下游需求。

目前的位置，虽然趋势性破位，但不具备继续大幅下跌的条件。逢低多配，仍然是主要思路。

策略思路：区间操作 750-795。

以上评论由分析师边舒扬（Z0012647）、陈嘉宁（Z0020097）、杨歆悦（Z0022518）、宋霁鹏（Z0016598）及助理分析师黄超贤（F03147169）提供。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。